

上市公司简评报告

通信服务

与 IPONE 合作协议即将达成 上调评级至“增持”

事件

目前关于联通与苹果就 iPhone 谈判的消息很多，据我们了解，谈判进展顺利，我们预计有可能近期即可达成正式协议。如果合作成功，将对联通未来发展起到非常积极的作用。

简评

与苹果就 iPhone 合作的谈判进展顺利，预计近期可出最终结果

经过比较长时间的谈判，我们预计离最后签署协议只差“临门一脚”，现在需要考虑的是合作对联通的影响到底有多大？由于定量分析取决于合作的方式和协议的具体条款，我们在此做一定性分析。

从全球范围观察，与 iPhone 的运营商，影响基本都是正面的，业绩都会有不错的提升。具体影响包括：

第一，帮助运营商吸引用户，提升运营商新增用户份额。例如 AT&T 07 年下半年引入 iPhone 后，其新增用户超过竞争对手 Verizon 30%；

第二，提升运营商品牌影响力。我们认为此举将提升联通在三大运营商中的地位；

第三，提高运营商移动数据业务以及总移动业务的 ARPU 值。AT&T 在 iPhone 上的排他性使其有效地保持和吸引了高端客户，也使得后付费用户的 ARPU 值达到了原来的 1.5 倍，离网率也创下了新低。我们预计引入 iPhone 将使联通更早地使移动业务的 ARPU 值成功止跌。

第四，推动运营商移动数据业务收入提高。例如 AT&T 在无线数据网络和 iPhone 终端的双重推动下，08 年 4Q，移动数据业务收入同比增长 51.2%，并使得 AT&T 连续 12 个季度移动数据业务收入的增长率都超过 50%。

不过联通引进 iPhone 的正面效应预计应主要在 10 年体现出来。

3G 进程推进较快

联通 3G WCDMA 网络自年初开始建设、517 开始试商用放号后，

中国联通（600050）

调升

增持

戴春荣

daichunrong@csc.com.cn

010-85130981

分析日期：2009 年 07 月 28 日

当前股价：7.73 元

目标价格 6 个月：8.40 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
16.5/-0.9	15.5/-27.5	11.2/-7.1
12 月最高/最低价 (元)		7.95/0
总股本 (万股)		2,119,660
流通 A 股 (万股)		2,119,660
总市值 (亿元)		1,638
流通市值 (亿元)		1,638
近 3 月日均成交量 (万)		25,872
主要股东		
中国联合网络通信集团有限公司		10.31%

股价表现



3G 进程推进较快。09 年计划投资 384 亿元用于 3G 网络建设。目前最早一批 56 个城市的网络建设已完成 95%，计划到年底 WCDMA 网基站数量将达到约 8 万个(其中新建物理基站约 8000 个，我们判断此覆盖水平应超过当初出售给电信时的 CDMA 网络的水平)，网络覆盖全国 284 个城市，全国人口覆盖超过 70%，建成 SGSN 容量约 3400 万户。

目前 3G 试商用城市已经达到 100 个，将于 9 月 1 日在第一批的 56 个城市开始商用规模放号，10 月 1 日正式商用。到年底 284 个城市将正式商用。预计年底前，全国所有城市的城区、东部地区发达乡镇和所有县城、中西部发达县城都将开通 3G 网络。

我们判断从 2010 年 2-3 季度开始，3G 用户将呈现快速增长

我们判断，从年底开始大规模商用，经过一段时间的用户培育，从 2010 年 2-3 季度开始，联通 3G 用户有望出现大规模增长。其驱动因素包括：一是在“统一规划，重点区域网络覆盖一步到位”的部署策略下，届时重点地区的网络应该已能达到较高质量；二是经过近一年的宣传，联通“沃”品牌应该达到一定的渗透率，其 WCDMA 在技术上的优势(包括终端和漫游的优势)应转化为吸引用户的优势；三是如果近期联通与苹果达成协议，那么届时 Iphone 手机将可以实现向中国市场规模供货，而 Iphone 手机在吸引年轻时尚及商务用户方面将起到重要作用。

不过联通目前的 3G 套餐每月基本费用从 186 元到 1686 元共 7 档资费标准(目前半价优惠)，套餐档次偏高，这在目前限量放号的情况下是合适的策略，有利于在初期将有限的资源用于优先发展高端用户，但在大规模推广时我们预计其资费策略将有调整，否则将抑制 3G 用户的增长。

预测 09 年业绩达到低点后，2010 年始出现向上拐点

我们预测联通 09 年由于资本支出增大并带来折旧费用的提高、3G 运营初期各项支出增大但收入存在滞后效应、联通与网通的整合仍处关键时期、固网业务继续下滑等因素将导致 09 年出现业绩低点。但是 10 年随着 3G 用户出现快速增长，且 3G 用户较 2G 用户呈现高端化的趋势(尤其是初期)，将使 3G 的 ARPU 值明显高于 2G，且可能带动总的移动业务 ARPU 值止跌甚至回升。因此，我们认为 10 年公司业绩将出现向上拐点，11 年在 3G 用户和 3G 业务快速增长的情况下，业绩增速有可能会进一步加快。

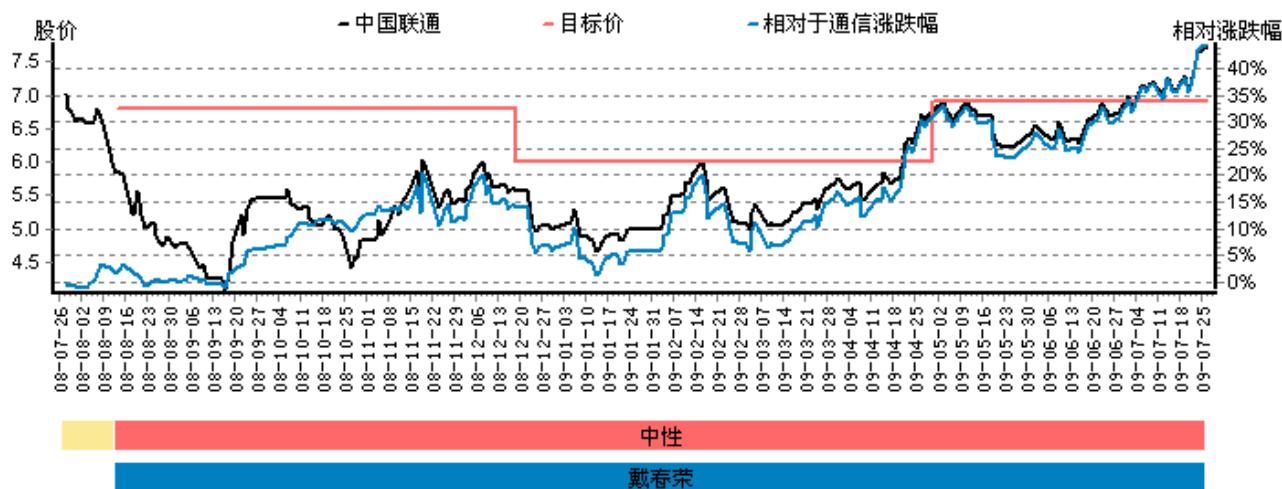
我们预测联通 A 股 09 年--11 年 EPS 分别为 0.23 元、0.28 元和 0.35 元。

上调投资评级至“增持”

我们认为，由于 WCDMA 带来的历史性机遇，公司业绩从 10 年开始将出现向上拐点。按照股市提前布局半年到一年考虑，我们认为从目前开始可以积极介入，给予联通 A 股评级从“中性”上调为“增持”，且按 10 年的业绩进行估值，目标价上调为 8.40 元。我们判断下半年可能的股价驱动因素：一是联通与苹果就 Iphone 手机达成战略合作协议，二是 WCDMA 用户发展超出预期。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	152,764	160,096.95	184,431.68	223,162.34
主营收入增长率	52.05%	4.80%	15.20%	21.00%
净利润（百万）	19,741	4,891.63	6,006.94	7,426.09
净利润增长率	250%	-75.22%	22.80%	23.63%
EPS（元）	0.93	0.231	0.283	0.350
P/E	8.30	33.50	27.28	22.06



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

戴春荣：通信、传媒行业首席分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010